

宏观点评报告

2020 年 7 月 31 日

制造业景气扩张区间运行，固定资产投资仍是经济重要支撑**——7 月 PMI 数据点评****核心内容：****★7 月制造业景气度环比回调，维持景气扩张区间运行，表明经济正逐步恢复。**

随着规模性政策全面发力下需求持续回升，预计 PMI 将呈现逐月稳步回升态势，三四季度有望恢复至疫情前的正常水平。从当前经济运行状况来看，结构性特征十分明显，表现为：供给侧需求侧恢复不平衡，需求回升缓慢；工业恢复显著好于服务业，服务业部分行业仍处于收缩态势；投资恢复明显快于消费，消费改善步伐偏慢。近年来，最终消费对经济增长的贡献保持在 60% 以上，消费恢复状况在一定程度上决定经济增长水平。

★内需恢复仍需要时间，供求缺口有增大风险。企业生产活动已恢复正常状态，内需继续修复。值得注意的是，今年以来制造业投资增长出现较大幅度下降，这既反映了制造业企业预期未得到根本改善，也说明有效需求不足或将抑制生产潜力的进一步释放。

★从外需形势来看，欧元区经济恢复势头良好，但疫情控制形势依然存在变数，经济恢复进程存在不确定性，对我国供应链的稳定和出口需求将产生影响。中国率先复工复产，且工业体系完整，中国供给对海外停产的替代仍然在发挥作用，保障了全球大部分需求，尤其是口罩、医疗器械等防护物资。但海外需求疲弱，

分析师

余逸霖

☎: (8610) 6656 1871

✉: yuyilin_yj@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130520050004

中国出口也难以达到高水平。

★就业优先政策效应显现，使得实现“六保、六稳”统领下的稳就业、稳增长目标

更进一步。本年度政府工作报告提出全年城镇调查失业率控制线为 6%，城镇新

增就业需达 900 万人的目标，而今年上半年全国城镇新增就业达 564 万人，已完

成全年计划的 62.7%。

一、制造业维持景气扩张区间 供求矛盾不可掉以轻心

制造业景气度环比回调。7 月制造业 PMI 为 51.1%，较上月小幅回升 0.2%，维持景气扩张区间运行，表明经济正逐步恢复。随着规模性政策全面发力下需求持续回升，预计 PMI 将呈现逐月稳步回升态势，三四季度有望恢复至疫情前的正常水平。从当前经济运行状况来看，结构性特征十分明显，表现为：供给侧需求侧恢复不平衡，需求回升缓慢；工业恢复显著好于服务业，服务业部分行业仍处于收缩态势；投资恢复明显快于消费，消费改善步伐偏慢。近年来，最终消费对经济增长的贡献保持在 60%以上，消费恢复状况在一定程度上决定经济增长水平。

第一，内需恢复仍需要时间，供求缺口有增大风险。

从分项指标来看，生产动能有所提升。7 月生产指标小幅回升 0.1%，为 54.0%，绝对值较高且位于荣枯线之上，处于近四年高位，企业生产活动已恢复正常状态。7 月新订单指标回升 0.3%至 51.7%，已连续三个月回升，内需继续修复。进口指标为 49.1%，位于荣枯线下，较上月上升 2.1%。值得注意的是，今年以来制造业投资增长出现较大幅度下降，这既反映了制造业企业预期未得到根本改善，也说明有效需求不足或将抑制生产

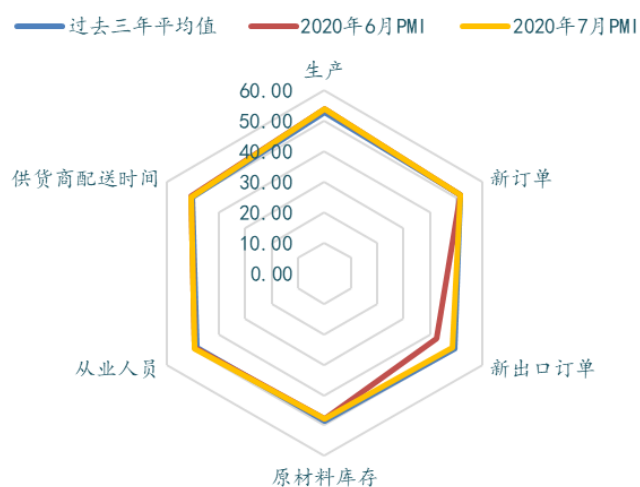
潜力的进一步释放。

需求端较为疲弱，仍面临去库存压力。从库存周期角度看，制造业 PMI 新订单指数有所上升，但产成品库存回升幅度更大，因此经济动能指标（新订单-产成品库存）下降 0.5 个点至 4.1（上月为 4.6），显示需求端仍较为疲弱，距离疫情发生前 1 月份该指标所示水平 5.4 尚有差距。6 月规模以上工业增加值同比增长 4.8%，较 5 月再度回升 0.4 个百分点，已连续三个月增速为正，国内工业生产延续修复。然而，受经济增长疲弱、就业压力增大、居民收入下降、企业盈利状况恶化等影响，尽管 4 月份以来投资、消费降幅收窄，但需求仍未回到正常增速区间，供求矛盾仍是影响下一步经济走势的关键。

第二，从外需形势来看，欧元区经济恢复势头良好，但疫情控制形势依然存在变数，经济恢复进程存在不确定性，对我国供应链的稳定和出口需求将产生影响。

7 月新出口订单为 48.4%，较上月回升 5.8%，海外经济重启带来出口订单增加使得本月数据大幅改善，但仍处于较低水平，积极变化的持续性也有待观察，预计短期内仍有出现反复的可能性。在欧元区经济向好的同时，近期美国对我国高技术产业出口采取限制措施，中美全方位战略博弈不断升级，预计海外需求改善程度有限。按美元计，6 月我国出口同比增长 0.5%，较 5 月回升 3.8 个百分点，持续好于市场预期。中国率先复工复产，且工业体系完整，中国供给对海外停产的替代仍然在发挥作用，保障了全球大部分需求，尤其是口罩、医疗器械等防护物资。但海外需求疲弱，中国出口也难以达到高水平。

图 1：六大指标与往年均值对比



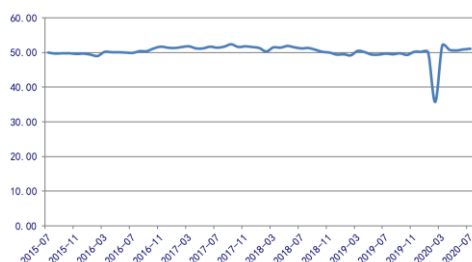
资料来源：Wind 中国银河证券研究院

第三，就业指标小幅回升。

7 月 PMI 就业分项指标回升至 49.3%，比上月上升 0.2%，就业优先政策效应显现，使得实现“六保、六稳”统领下的稳就业、稳增长目标更进一步。本年度政府工作报告提出全年城镇调查失业率控制线为 6%，城镇新增就业需达 900 万人的目标，而今年上半年全国城镇新增就业达 564 万人，已完成全年计划的 62.7%，6 月份城镇调查失业率 5.7%，比上月回落 0.2 个百分点。但内外需疲软的现状使得企业裁员多、部分中小企业经营陷入困境、岗位新增少等问题凸显，稳就业压力有所增加。

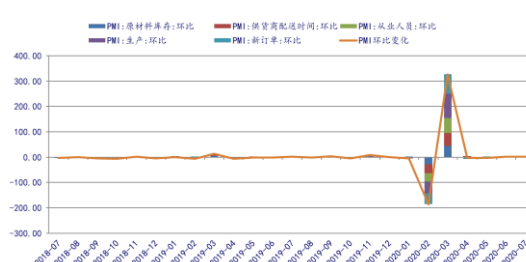
随着中国经济复苏步入新阶段，经济工作的重点必须从复工复产转向有效需求的快速扩张之上，实现向深度复苏的顺利转换。在快速落实一揽子规模化政策和有效需求提升战略的同时，调整宏观经济政策的着力点，从特殊疫情救助向有效需求刺激持续转变，从供给侧扶持政策向需求侧扩张政策转变。

图 2：制造业 PMI 指标



资料来源：Wind 中国银河证券研究院

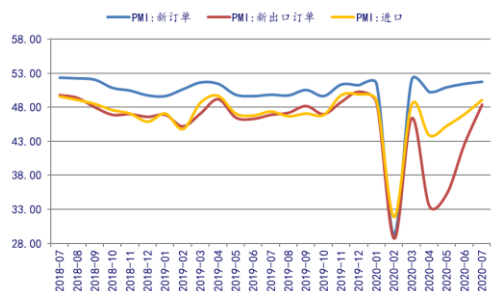
图 3：制造业 PMI 主要分项指标



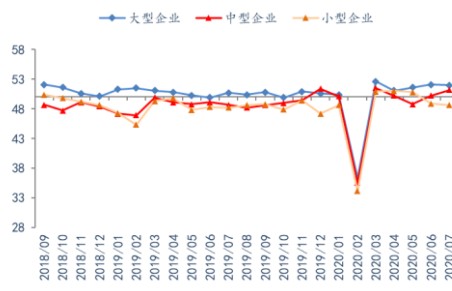
资料来源：Wind 中国银河证券研究院

图 4：制造业 PMI 进出口指标

图 5：大中小型企业 PMI 指标



资料来源：Wind 中国银河证券研究院



资料来源：Wind 中国银河证券研究院

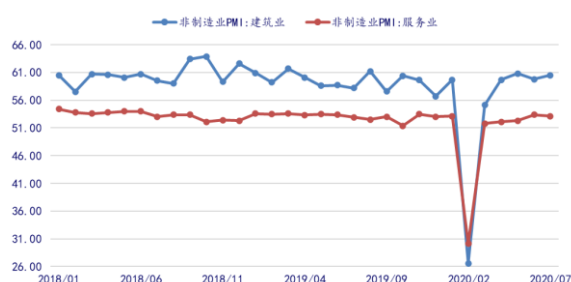
二、非制造业有望稳步回升 固定资产投资仍是经济重要支撑

非制造业景气度小幅回调。7月PMI非制造业经营活动状况为54.2%，比上月小幅回落0.2%，但已连续两个月稳定于54%以上较高水平运行。本月建筑业发展动能仍在，在政策利好的推动下，服务业也稳定在高位区间，未来非制造业数据有望出现回升。

政策推动服务业恢复，海外疫情冲击相关行业。7月服务业较6月小幅下降0.3%至53.1%。此前，多数服务业行业，特别是生活性服务业，受疫情冲击较为严重。随着疫情得到控制，多地管制措施逐步放松，多项针对性的纾困、救助政策的实施，如进一步减税降费、信贷支持等，推动服务业加快恢复。但海外疫情仍处高峰，国内新疆、大连等地疫情出现反弹，对相关服务业发展构成新的冲击。

建筑业或将持续改善，全年房地产投资增长预计平稳，基建投资稳步温和增长，固定资产投资仍是经济的重要支撑。从行业大类看，7月建筑业回升0.7%至60.5%。新型城镇化、新型基础设施、重大工程（“两新一重”）作为我国拉动经济增长的重要手段，财政、金融等给予了大力支持，近期各类大型项目的陆续动工，建筑业仍保持高位景气区间运行。但南方普降大雨，长江淮河流域汛情持续了较长时间，局部地区建筑业工期延误。7月房地产经营状况与上月持平，订单回升0.6%至44.8%，1-6月份房地产投资由1-5月份的下降0.3%转变为增长1.9%。在固定资产投资中，占比接近四分之一的房地产投资表现良好，受当前财政刺激政策提振的基础设施投资有望达到较高水平，对于稳投资将发挥重要作用。房地产政策预计在坚持“房住不炒”前提下，继续存在强化“因城施策”导向的边际调整空间。细分行业，本月邮政、电信行业PMI分别为65.2%和64.8%，表现优于其他行业。交通运输业大类继续领跑非制造业，同时也需警惕南方强降雨对物流运输的影响。

图6：非制造业 PMI 指标



资料来源：Wind 中国银河证券研究院

三、EPMI 反季节回升，外贸开始逐步回暖

7月新兴产业景气指数EPMI（主要统计覆盖高端装备制造产业、节能环保产业、生物产业、新材料产业、新能源产业、新能源汽车产业、新一代信息技术产业、医疗健康服务业等行业）录得52.1，比上月回升0.7个百分点，在新订单和生产量同时改善的推动下出现反季节回升，为四年来历史同月最高值。

出口复苏外需回暖，带动产量订单上行。从分项指标来看，7月新订单和生产量数据同时改善，分别回升0.9和1.3个百分点。出口指数回升6个百分点至38.6，进口指数回升4个百分点至42.3，进出口复苏带动产量和订单上行。随着各国推动复工复产，外贸

开始回暖，预计未来新兴产业进出口将延续回升势头。

企业生产力度加大，上下游市场需求同步回升。同生产量一致，采购量本月有所回升，较上月上升 1.8%至 54.1%。自有库存略有回落，用户库存本月触底回升，说明采购与生产活动同步改善。此外，近期水灾影响交货，也在一定程度上推升了用户库存。现有订货为 44.9，继续保持低位，未来仍需要新的增量。购进价格升至中位，持平于近年均值 56.1，未来回升势头将渐缓。本月销售价格上行，表现良好联动性，显示上下游市场需求同步回升。

新兴产业就业趋于稳定，企业经营信心有所恢复。本月就业重回 50 以上，近 3 月均值也接近 50，新兴产业就业趋于稳定。本月经营预期为 53.1，反季节性回升 6 个百分点，企业经营信心有所恢复但低于去年均值。贷款难度为 47，回落 1.7，继续低位下行，说明货币政策扶持得到有效落实。7 月新产品投产为 57，研发活动为 57.6，较上月分别上升 1.9 和 2.3 个百分点，均高于六个月移动平均值。疫后研发与新产品投产指标的回升趋势明显好于订单与产量，其中新产品投产已接近近年均值水平，预计研发活动也将很快恢复至疫前水平。

四、海外景气度结束萎缩 经济复苏仍存不确定性

美国 PMI 初值不及预期，市场担忧需求依然疲弱。美国 7 月制造业 PMI 初值为 51.3，为 2 月以来首次升至 50 上方，但不及市场预期的 52；服务业 PMI 初值 49.6，为六个月

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_3568

